

湘财证券研究所

金融研究小组

杨森

Tel: 021-68634518-8524

E-Mail: ys2875@xcsc.com

张倩

Tel: 021-68634518-8056

E-Mail: zq2635@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cq2012@xcsc.com

本次目标价：43.5 元

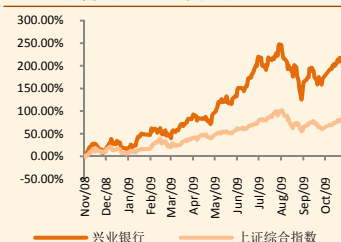
上次目标价：46 元

本次评级：增持

上次评级：买入

当前价格：41.73 元

兴业银行最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

主要市场数据：

52 周内高	43.48
52 周内低	12.00
总市值(百万元)	186400.00
流通市值(百万元)	148374.40
总股本(百万股)	5000.00
A 股(百万股)	5000.00
一已流通(百万股)	3980.00
一限售股(百万股)	1020.00

相关报告：

- 1、《资本内生能力助业务扩张——兴业次级债发行点评》09.09
- 2、《业绩驱动因素向有利方向逆转——兴业银行 3 季报点评》
- 3、《兴业银行（601166.SH）-灵活与稳健的现状 + 按揭与海西的预期》11.20

事件：

- 兴业银行11月23日公告称，公司审议通过配股筹资不超过180亿元人民币的议案。配股数量以发行时A股股权登记日的总股本为基数确定，按每10股配售不超过2.5股的比例向全体股东配售。

逻辑支撑：

- 业务扩张有核心资本缺口，配股未雨绸缪：

我们预测公司如不进行融资的话，在核心资本充足率7%的标准下，10年将出现约30亿的核心资本缺口。配股筹集是未雨绸缪，为公司外来的灵活经营和业务高速扩张做好准备（详见11月20日深度报告《灵活与稳健的现状+按揭与海西的预期》）。

- 配股方案有利于原股东权益：

配股本身对现有股东影响不大，现有股东将支付最少2.88元/股左右的成本维持现有持股比例。股东收益的提升主要依赖于因为配股而带来的公司未来业绩成长。

以11月20日收盘价40.17元计算，25%配股比例情况下配股价在12.00元~14.40元之间。预计此次配股比例在20%上下的可能性较大，在全额配股180亿元的情况下，折价率介于55%~63%之间，配股价介15~18元之间，除权价介于34元左右。预计配股实施将在10年中期前完成，对09年的股本不会形成影响。

投资建议与预测：

- 兴业银行是我们一直推荐的首选组合之一，我们看好公司灵活与稳健的经营风格，并期待海西发展的预期。由于配股的摊薄作用，会对公司短期股价形成压力。预计公司 09 年和 10 年的 EPS 分别为 2.49 和 2.56 元，BVPS 分别为 11.79 和 14.87，对应 PE 分别为 16.16X/15.71X，对应 PB 分别为 3.41X/2.70X。现价 41.17 元（11 月 20 日），A 股 09 年底目标价 43.5 元，调整为增持评级。

主要财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	22,055.41	29,714.98	30,238.63	41,792.37	52,486.98
YoY%	61.58%	34.73%	1.76%	38.21%	25.59%
拨备前利润	12,527.40	17,386.61	16,782.44	22,776.84	28,867.84
YoY%	69.13%	38.79%	-3.47%	35.72%	26.74%
净利润	8,585.77	11,385.03	12,427.86	15,343.70	19,353.71
YoY%	126.04%	32.60%	9.16%	23.46%	26.13%
EPS	1.75	2.28	2.49	2.56	3.23
BVPS	7.78	9.80	11.79	14.87	17.45
PB(Trailing)	5.16	4.10	3.41	2.70	2.30
PB(Leading)	5.58	4.43	3.68	2.92	2.49
PE(Trailing)	22.95	17.62	16.16	15.71	12.45
PE(Leading)	24.82	19.05	17.48	16.99	13.47
RoAA	1.17%	1.22%	1.02%	0.94%	0.95%
RoAE	31.17%	25.90%	23.02%	20.71%	19.96%

表 1：兴业银行财务估值与预测

盈利驱动因素（期初期末均值）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
总资产增长率（%YoY）	37.82%	19.92%	39.63%	28.86%	20.68%	利息净收入	20,846	26,192	26,850	37,160	46,859
生息资产增长率	40.22%	19.47%	39.01%	27.79%	21.00%	手续费及佣金净收入	1,518	2,624	2,663	2,969	3,266
净息差（NIM）	2.90%	2.84%	2.24%	2.34%	2.38%	其他业务收入	(360)	875	726	1,663	2,362
净利差（NIS）	2.81%	2.69%	2.15%	2.26%	2.30%	营业税金及附加	1,471	1,957	2,419	3,343	4,199
平均生息资产生息率	5.59%	5.70%	4.40%	4.60%	4.68%	业务管理费用	8,005	10,349	11,037	15,672	19,420
平均计息负债付息率	2.78%	3.01%	2.26%	2.34%	2.38%	EBIT	12,014	15,447	18,262	20,464	25,619
成本收入比	36.30%	34.83%	36.50%	37.50%	37.00%	拨备前利润	12,527	17,387	16,782	22,777	28,868
有效税率	21.30%	18.89%	22.30%	22.50%	22.60%	资产减值准备	1,679	3,416	871	3,082	3,993
信用成本	0.46%	0.72%	0.15%	0.40%	0.42%	NOPLAT	9,455	12,529	14,190	15,860	19,829
成长性（%YoY）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润总额	10,910	14,037	15,995	19,798	25,005
贷款及垫款	23.50%	24.67%	34.69%	25.51%	22.00%	所得税	2,324	2,652	3,567	4,455	5,651
客户存款	19.42%	25.14%	49.40%	28.00%	22.00%	净利润	8,586	11,385	12,428	15,344	19,354
净利息收入	57.32%	25.65%	2.51%	38.40%	26.10%	少数股东损益	0	0	0	0	0
手续费及佣金净收入	250.74%	72.87%	1.50%	11.50%	10.00%	归属母公司净利润	8,585.77	11,385.03	12,427.86	15,343.70	19,353.71
非息收入	190.44%	202.24%	-3.15%	36.70%	21.49%	EPS	1.75	2.28	2.49	2.56	3.23
营业收入	61.58%	34.73%	1.76%	38.21%	25.59%	资产负债表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
业务及管理费	52.12%	29.27%	6.65%	42.00%	23.92%	现金及存放央行款项	93,863	127,824	139,427	178,177	215,594
PPOP	69.13%	38.79%	-3.47%	35.72%	26.74%	存放同业和其他金融机构	218,080	227,198	302,088	418,935	522,343
EBIT	115.76%	28.58%	18.22%	12.06%	25.19%	贷款和垫款	393,029	489,986	659,955	828,301	1,010,528
税前利润	116.21%	28.66%	13.94%	23.78%	26.30%	债券投资	134,608	158,021	292,796	356,353	407,472
净利润	126.04%	32.60%	9.16%	23.46%	26.13%	生息资产（起期初期末均值）	839,580	1,003,029	1,394,265	1,781,765	2,155,936
估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	资产合计	851,335	1,020,899	1,425,498	1,836,899	2,216,768
PE(Trailing)	22.95	17.62	16.16	15.71	12.45	客户存款	505,371	632,426	944,844	1,209,401	1,475,469
PE(Leading)	24.82	19.05	17.48	16.99	13.47	同业和其它金融机构存拆	235,256	253,928	299,728	482,436	575,835
PB(Trailing)	5.16	4.10	3.41	2.70	2.30	发行债务	59,963	64,941	104,430	30,670	28,301
PB(Leading)	5.58	4.43	3.68	2.92	2.49	计息负债（起期初期末均值）	800,590	951,296	1,349,003	1,722,506	2,079,604
PEG	0.18	0.54	1.76	0.67	0.48	负债总计	812,438	971,877	1,376,534	1,757,660	2,122,045
P/PPOP	16.03	11.55	12.94	11.44	9.03	股本	5,000	5,000	5,000	6,000	6,000
每股指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	一般准备	4,774	6,380	8,398	11,033	13,168
EPS	1.75	2.28	2.49	2.56	3.23	少数股东权益	0	0	0	0	0
BVPS	7.78	9.80	11.79	14.87	17.45	股东权益	38,897	49,022	58,964	89,239	104,722
每股拨备前利润	2.51	3.48	3.36	3.80	4.81	资产负债结构	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
股息派发率	18.64%	19.76%	20.00%	20.00%	20.00%	资本充足率	11.78%	11.33%	10.97%	12.55%	12.51%
资产质量指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	核心资本充足率	8.92%	9.09%	6.92%	8.13%	8.20%
不良贷款	3,715.00	4,149.00	4,151.92	6,573.82	8,762.99	风险加权资产平均系数	47.72%	49.91%	59.20%	58.54%	56.45%
不良贷款率	0.93%	0.83%	0.62%	0.78%	0.85%	存贷比	75.20%	77.77%	77.48%	69.85%	68.49%
拨备覆盖率	191.49%	226.58%	230.48%	216.72%	228.33%	财务杠杆 X	21.89	20.83	24.18	20.58	21.17
新增 NPL/贷款均值	-0.35%	0.10%	0.00%	0.32%	0.23%	生息资产/总资产	98.62%	98.25%	97.81%	97.00%	97.26%
贷款核销率	0.11%	0.17%	0.17%	0.20%	0.22%	贷款及垫款/总资产	46.17%	48.00%	46.30%	45.09%	45.59%
拨备余额/贷款余额	1.81%	1.92%	1.45%	1.72%	1.98%	计息负债/总负债	98.54%	97.88%	98.00%	98.00%	98.00%
资产盈利能力	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	贷款结构					
RoAA	1.17%	1.22%	1.02%	0.94%	0.95%	企业贷款	65.10%	62.66%			
RoAE	31.17%	25.90%	23.02%	20.71%	19.96%	贴现贷款	1.81%	11.52%			
RoRWA	2.34%	2.49%	1.84%	1.60%	1.66%	零售贷款	33.09%	25.82%			
营业收入/资产余额	2.59%	2.91%	2.12%	2.28%	2.37%	中小企业贷款	0.00%	0.00%			
营业费用/资产余额	1.32%	1.54%	1.01%	1.20%	1.25%	存款结构					
业务数据	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	活期存款	52.78%	44.20%			
分支机构（个）	390.00	441.00				定期存款	35.75%	44.00%			
员工数（人）	11,851.00	19,536.00				其他存款	11.46%	11.80%			

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

一、配股有利长期业务扩张，未雨绸缪

我们在11月19日对公司进行过调研，其中关于未来业务高速扩张带来的可能的资本金缺口也和公司的管理层进行过探讨。我们认为，如果在资本充足率10%和核心资本充足率7%的监管标准下，公司在10年资本净额状况尚无忧，不过核心资本会出现缺口，大概需补充资金30亿元左右；但是如果尽管标准调高至资本充足率12%，核心资本充足率10%的话，公司资本净额也会出现较大的缺口。

公司配股筹集实是未雨绸缪，为公司外来的灵活经营和业务高速扩张做好准备（详见11月20日深度报告《灵活与稳健的现状+按揭与海西的预期》）。

我们认为公司配股短期之内会对股价形成打压，不过长期利好公司业绩，并且配股方式也较好的考虑了公司原股东的利益。

表 2：在 10%/7%标准下兴业的核心资本缺口

单位：百万		09H1	2009E	2010E	09~10 Total
资本净额	a	64.844	93.031	110.747	183.815
核心资本	b	52.546	58.715	70.523	129.351
风险加权资产		695.784	844.356	1,050.677	2,230.377
CAR	10.00%	9.21%	11.02%	10.54%	
CCAR	7.00%	7.41%	6.95%	6.71%	
资本净额底线	c	69.578	84.436	105.068	223.038
核心资本底线	d	48.705	59.105	73.547	156.126
需补充资本净额	c-a	4.734	-8.595	-5.680	39.223
需补充核心资本净额	d-b	-3.841	390	3.024	26.775
次级债		3.000	13.000	13.000	26.000
次级债/核心资本	25.00%	5.71%	22.14%	18.43%	
次级债可以计入部分		13.137	14.679	17.631	32.309
一般准备	i	6.380	8.403	10.883	19.286
股利分配率			20.00%	25.00%	
净利润			12,857.24	15,818.12	28,675
内生能力补充			10.286	11.864	22.149
可用次级债补充	e	-10.137	-1.679	-4.631	-6.309
处置兴业证券股权	f		802		
需补充资本净额	c-a-d		-8.595	-14.275	-14.275
需补充核心资本	d-b-h		390	3.024	3.024
需补充核心资本（包括兴业股权）			-412	2.612	
补充后 CAR（包括兴业股权）			11.11%	10.54%	
补充后 CCAR（包括兴业股权）			7.05%	7.00%	

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

二、配股考虑股东利益

兴业银行11月23日发布公告，其11月21日在福州召开的第六届董事会第十九次会议审议通过了配股筹资不超过180亿元人民币的议案。本次配股议案将提请12月8日召开的股东大会表决，并须经银监会、证监会等监管机构核准。根据兴业银行提出的议案，此次A股配股拟采用代销的方式，配股数量以发行时A股股权登记日的总股本为基数确定，按每10股配售不超过2.5股的比例向全体股东配售，最终配股比例由董事会根据股东大会的授权自行或授权他人在发行前根据市场情况与保荐人/主承销商协商确定。对于配股价格，兴业银行表示，将根据刊登发行公告前A股市场交易的情况，在配股价格不低于发行前公司最近一期经境内审计师根据中国会计准则审计确定的每股净资产值的原则下，采用市价折扣法确定，而最终的募集资金净额将不超过180亿元人民币。

截至11月23日，兴业银行总股本约为50亿股，假设现有股东参与配售比例100%的情况下，按照10配2.5的配股比例将配售不超过12.5亿股，且配股价不低于最近一期审计的BVPS。

配股本身对现有股东影响不大，现有股东将支付最少2.88元/股左右的成本维持现有持股比例。股东收益的提升主要依赖于因为配股而带来的公司未来业绩成长。

我们认为高配股比例会给予股东较大的折价率，吸引力较大，甚至出现“抢权”情况。以11月20日收盘价40.17元计算，25%配股比例情况下配股价在12.00元~14.40元之间，高于09年3季度BVPS的11.17元，不过对目前股价的冲击也较大。我们预计此次配股比例在20%上下的可能性较大，在全额配股180亿元的情况下，折价率介于55%~63%之间，配股价介15~18元之间，除权价介于34元左右。

预计配股实施将在10年中期前完成，对09年的股本不会形成影响。

表 3：兴业配股敏感性分析

配股比例	现有股本 (百万)	配股数 (百万)	配股后股本 (百万)	除权价	18000 (百万)		17000 (百万)		16000 (百万)		15000 (百万)	
					配股股价	折价率	配股股价	折价率	配股股价	折价率	配股股价	折价率
25.00%	5,000.00	1,250.00	6,250.00	32.14	14.40	64.15%	13.60	66.14%	12.80	68.14%	12.00	70.13%
20.00%	5,000.00	1,000.00	6,000.00	33.48	18.00	55.19%	17.00	57.68%	16.00	60.17%	15.00	62.66%
15.00%	5,000.00	750.00	5,750.00	34.93	24.00	40.25%	22.67	43.57%	21.33	46.89%	20.00	50.21%
10.00%	5,000.00	500.00	5,500.00	36.52	36.00	10.38%	34.00	15.36%	32.00	20.34%	30.00	25.32%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 4：配股前后指标分析

	2009E	2010E(配股后)
EPS	2.59	2.56
BVPS	11.87	14.94
PB(Trailing)	3.38	2.69
PB(Leading)	3.81	2.91
PE(Trailing)	15.52	15.71
PE(Leading)	17.47	16.99
RoAA	0.01	0.01
RoAE	0.24	0.21
资本充足率	11.03%	12.60%

核心资本充足率

6.97%

8.17%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

三、盈利预测

兴业银行是我们一直推荐的首选组合之一，我们看好公司灵活与稳健的经营风格，并期待海西发展的预期。不过由于配股的摊薄作用，会对公司短期股价形成压力，不过长期依旧看好。

预计公司 09 年和 10 年的 EPS 分别为 2.49 和 2.56 元，BVPS 分别为 11.79 和 14.87，对应 PE 分别为 16.16X/15.71X，对应 PB 分别为 3.41X/2.70X。现价为 41.17 元（11 月 20 日），A 股 09 年底目标价 43.5 元，调整为增持评级。

表 5：可比银行估值

			现价	目标价	EPS				BVPS			PPoPPS			EPS 增长			
		评级	09.11.20	09.12.31	2007	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	CAGR
601398	工商银行	增持	5.48	6.13	0.24	0.33	0.38	0.43	1.82	2.01	2.22	0.60	0.57	0.73	37.50%	13.80%	14.82%	21.57%
601939	建设银行	增持	6.26	7.66	0.30	0.40	0.42	0.52	2.00	2.21	2.47	0.73	0.68	0.92	33.33%	4.67%	25.34%	20.49%
601988	中国银行	增持	4.34	5.79	0.22	0.25	0.31	0.40	1.95	2.10	2.30	0.52	0.53	0.71	13.64%	25.39%	28.10%	22.21%
601328	交通银行	增持	9.13	11.22	0.43	0.58	0.67	0.82	2.97	3.44	4.02	0.97	0.97	1.33	34.88%	15.96%	21.92%	24.01%
大银行均值					0.30	0.39	0.45	0.54	2.18	2.44	2.75	0.70	0.69	0.92	29.84%	14.95%	22.54%	22.07%
600036	招商银行	买入	18.4	22.17	1.04	1.43	0.85	1.20	5.42	5.39	6.47	0.00	0.00	0.00	37.50%	-40.86%	42.32%	4.99%
600000	浦发银行	增持	23.62	24.48	1.26	2.21	1.46	1.74	7.37	7.54	9.02	3.37	2.16	2.87	75.40%	-34.01%	19.09%	11.29%
601998	中信银行	增持	7.06	7.72	0.23	0.34	0.37	0.47	2.44	2.72	3.07	0.62	0.57	0.76	47.83%	10.24%	24.92%	26.74%
600016	民生银行	增持	8.42	9.47	0.48	0.42	0.54	0.59	2.90	4.19	4.66	0.90	0.92	1.10	-12.50%	29.60%	9.02%	7.33%
601166	兴业银行	买入	40.17	43.44	1.75	2.28	2.49	2.56	9.80	11.79	14.87	3.48	3.36	3.80	30.29%	9.02%	2.89%	13.48%
600015	华夏银行	增持	12.15	13.79	0.50	0.70	0.87	0.97	5.49	6.18	6.95	1.79	1.69	2.26	40.64%	23.71%	11.60%	24.75%
000001	深发展 A	买入	25.61	27.92	1.27	0.20	1.52	1.63	5.28	6.53	9.73	2.62	2.47	2.76	-84.25%	661.12%	7.08%	8.68%
股份制银行均值					0.93	1.08	1.16	1.31	5.53	6.33	7.82	1.82	1.60	1.94	19.27%	94.11%	16.70%	13.89%
601169	北京银行	买入	18.86	23.46	0.63	0.87	0.96	1.21	5.43	6.15	7.06	1.39	1.29	1.78	38.10%	10.28%	26.28%	24.35%
002142	宁波银行	中性	14.60	15.23	0.43	0.53	0.49	0.64	3.21	3.52	5.03	0.51	0.72	0.69	23.26%	-8.23%	31.20%	14.07%
601009	南京银行	增持	18.56	21.91	0.62	0.79	0.93	1.23	6.18	6.78	7.58	1.21	1.21	1.75	27.42%	17.96%	31.89%	25.62%
城商行均值					0.56	0.73	0.79	1.03	4.94	5.48	6.56	1.04	1.08	1.41	29.59%	6.67%	29.79%	21.35%
上市银行均值					0.60	0.73	0.80	0.96	4.22	4.75	5.71	1.19	1.12	1.42	26.23%	38.58%	23.01%	19.10%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。